



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera Clasificación del  
Emisor y sus valores**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## **Empresas CMPC S.A.**

Mayo 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo |                               |
|---------------------|-------------------------------|
| Tipo de instrumento | Categoría                     |
| Solvencia           | AA                            |
| Acciones (CMPC)     | Primera Clase Nivel 1         |
| Tendencia           | Estable                       |
| EEFF base           | 31 de marzo 2019 <sup>1</sup> |

| Estados de Resultados Consolidados IFRS |                  |                  |                |                  |                  |                  |
|---|------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| MUS \$                                  | 2014             | 2015             | 2016           | 2017             | 2018             | mar-19 UDM       |
| Ingresos de actividades ordinarias      | 4.837.121        | 4.841.141        | 4.865.737      | 5.143.074        | 6.274.472        | 6.228.914        |
| Costo de ventas                         | -3.826.898       | -3.805.649       | -4.005.555     | -4.118.861       | -4.480.693       | -4.491.322       |
| <b>Ganancia Bruta</b>                   | <b>1.010.223</b> | <b>1.035.492</b> | <b>860.182</b> | <b>1.024.213</b> | <b>1.793.779</b> | <b>1.737.592</b> |
| Gastos de administración y distribución | -461.816         | -430.781         | -463.820       | -482.527         | -547.701         | -559.914         |
| Costos financieros                      | -189.521         | -187.032         | -212.825       | -219.485         | -215.970         | -216.632         |
| <b>Ganancia</b>                         | <b>137.817</b>   | <b>-6.980</b>    | <b>-18.193</b> | <b>102.583</b>   | <b>502.310</b>   | <b>415.268</b>   |
| Ebitda                                  | 986.114          | 1.099.007        | 969.603        | 1.078.287        | 1.816.183        | 1.752.251        |

| Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| MUS \$  | 2014              | 2015              | 2016              | 2017              | 2018              | mar-19            |
| Activos corrientes                                | 3.537.491         | 3.138.378         | 3.189.533         | 3.365.482         | 3.756.383         | 3.794.249         |
| Activos no corrientes                             | 11.652.580        | 11.630.833        | 11.670.378        | 11.585.319        | 11.226.928        | 11.402.042        |
| <b>Total activos</b>                              | <b>15.190.071</b> | <b>14.769.211</b> | <b>14.859.911</b> | <b>14.950.801</b> | <b>14.983.311</b> | <b>15.196.291</b> |
| Pasivos corrientes                                | 1.285.700         | 1.062.188         | 1.288.795         | 1.449.387         | 1.650.581         | 1.628.436         |
| Pasivos no corrientes                             | 5.700.464         | 5.779.105         | 5.594.763         | 5.416.932         | 5.088.712         | 5.310.546         |
| <b>Total pasivos</b>                              | <b>6.986.164</b>  | <b>6.841.293</b>  | <b>6.883.558</b>  | <b>6.866.319</b>  | <b>6.739.293</b>  | <b>6.938.982</b>  |
| Patrimonio  | 8.203.907         | 7.927.918         | 7.976.353         | 8.084.482         | 8.244.018         | 8.257.309         |
| <b>Total patrimonio y pasivos</b>                 | <b>15.190.071</b> | <b>14.769.211</b> | <b>14.859.911</b> | <b>14.950.801</b> | <b>14.983.311</b> | <b>15.196.291</b> |
| Deuda financiera                                  | 4.643.633         | 4.194.493         | 4.272.034         | 4.116.218         | 3.875.230         | 3.839.293         |

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

## Fundamento de la clasificación

**Empresas CMPC S.A. (Empresas CMPC)** es un *holding* que transa en bolsa y que, conjuntamente con Inversiones CMPC S.A., de la cual posee directa e indirectamente el 100% de la propiedad, controla CMPC Celulosa, CMPC Papeles y CMPC *Tissue*. Inversiones CMPC se constituye como el vehículo de financiamiento del grupo.

Durante 2018, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US\$ 6.275 millones y un EBITDA de US\$ 1.816 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US\$ 1.006 millones, en tanto que la ganancia alcanzó a US\$ 502 millones. La compañía cerró el ejercicio con una deuda financiera por US\$ 3.875 millones y un patrimonio de US\$ 8.244 millones.

La clasificación de solvencia en “*Categoría AA*” se basa principalmente en las fortalezas provenientes de Inversiones CMPC S.A., clasificada por **Humphreys** en “*Categoría AA*”. Cabe señalar que **Empresas CMPC** en forma individual no presenta deuda financiera.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de Inversiones CMPC S.A. y, por ende, a su matriz, **Empresas CMPC**, en “*Categoría AA*”, destaca el importante patrimonio forestal con el que dispone la compañía que cuenta con más de 1.150 millones de hectáreas, que han posibilitado una plantación de alrededor de 700 mil hectáreas, principalmente en Chile, Brasil y Argentina. Además, sus activos biológicos están valorizados por un valor de US\$ 3.401 millones<sup>2</sup>. Este patrimonio forestal, en conjunto con sus plantas de celulosa situadas en Chile (Laja, Pacífico y Santa Fé) y Brasil (Guaiba), con una capacidad de producción de aproximadamente 4,1 millones de toneladas anuales de celulosa, le han permitido situarse como el cuarto productor de celulosa a nivel global.

En forma complementaria con lo anterior, la clasificación de riesgo considera las ventajas climatológicas de nuestro país que permiten una velocidad de crecimiento de las plantaciones de Eucalipto y Pino Radiata que supera en forma relevante la velocidad de los principales competidores. Lo anterior, significa una mayor competitividad de los bosques de la compañía. Más aún, la ubicación de los bosques y plantas de producción, le permiten a la filial CMPC Celulosa exhibir uno de los más bajos *cash cost*<sup>3</sup> en la producción tanto de celulosa de fibra corta como de fibra larga a nivel mundial.

En consecuencia, la capacidad instalada del emisor, sumado a las ventajas climatológicas del país, favorecen la competitividad de la empresa lo que se manifiesta en su buen posicionamiento de mercado dentro de la industria de celulosa y la elevada importancia de los flujos generados por esta línea de mercado, que en términos de EBITDA alcanzó los US\$ 1.616 millones en 2018 (influido, en parte, por el alto precio registrado por la celulosa durante ese año).

<sup>2</sup> De acuerdo a los últimos estados financieros presentados por la compañía.

<sup>3</sup> Expresado como US\$/Tonelada CIF en China.

Otro elemento que favorece la clasificación de riesgo es el elevado liderazgo que tienen los segmentos *tissue* dentro del mercado local en términos de venta (participación de 70%) y su buen posicionamiento en la región de Latinoamérica, siendo el segundo productor en la región. Además, se destaca la extensa, experimentada y probada red de comercialización, que cubre casi la totalidad de la población de Chile y de los países donde opera. En la misma línea, destaca el fuerte posicionamiento de marca que ostentan los productos de la empresa lo que favorece y apoya, junto con sus canales de venta, a su elevada participación de mercado.

Las fortalezas estructurales del grupo CMPC, sumado al adecuado perfil de vencimiento de su deuda en relación con su capacidad de generación de flujos en el largo plazo, dan una fuerte capacidad para el pago de sus pasivos financieros consolidados, incluso teniendo en consideración la probabilidad de caídas abruptas en sus resultados producto de bajas significativas en el precio de la celulosa, dada la volatilidad propia de los *commodities*. En efecto, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>4</sup> de la compañía, que asciende a US\$ 944 millones, estimada sobre la base de la rentabilidad promedio de los activos de los últimos cinco años y, por los tanto, no influenciada por el precio de la celulosa en un año en particular, muestra holguras importantes en comparación con el servicio anual de la deuda financiera, cuyo máximo vencimiento asciende a US\$ 625 millones (US\$ 302 millones en promedio para los próximos 12 años).

En opinión de la clasificadora, el nivel de deuda del emisor es consistente con una balance fuertemente concentrado en activos de largo plazo; en lo hechos, la deuda financiera representa el 34% de los activos biológicos no corrientes y de las propiedades, plantas y equipos. Adicionalmente, la empresa se ha caracterizado por mantener una elevada relación entre disponible y deuda financiera corriente (salvo en marzo de 2017, que fue de 78%, sobrepasa el 100%). La características del balance, en cuanto a su liquidez, atenuan el eventual riesgo de bajas en el precio de la celulosa, más allá que el perfil de vencimiento de la deuda favorece las posibilidades de refinanciamiento ante eventuales reducciones puntuales en la generación de caja. En resumen, el hecho que la volatilidad del precio de la celulosa podría, ocasionalmente, afectar los resultados de la empresa en un año en particular, tal evento ya es capturado por la clasificación de riesgo, y no inhibe las fortalezas de largo plazo de la compañía.

Otro elemento favorable considerado en la clasificación es la atomización de la cartera de clientes. El principal cliente representa menos de un 10% de los ingresos totales del grupo, elemento que ayuda a diversificar el riesgo, moderando el impacto por incumplimiento de uno o un grupo reducido de clientes. Además, es importante destacar que sus principales clientes poseen un adecuado nivel de solvencia y son empresas reconocidas en el mercado (además, se tienen contratados seguros de créditos). Lo anterior, permite a la compañía tener presencia en todos los canales de venta a lo largo del país como son supermercados, distribuidores, mayoristas e industriales grandes, medianos y pequeños.

<sup>4</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular (en este caso, no depende sólo del precio de la celulosa del año 2018, como si sucede con el EBITDA).

Se destaca también, la amplia base de proveedores con los que opera en sus tres segmentos, permitiendo mantener una buena posición competitiva. En efecto, ningún proveedor representa más del 10% de las compras por concepto de bienes y servicios en cada uno de los segmentos.

Por otro lado, al evaluar a **Empresas CMPC** como *holding*, se aprecia que la deuda consolidada es baja respecto al probable valor de mercado de las filiales operativas. En consecuencia, bajo escenarios altamente extremos e hipotéticos, la sociedad tiene activos que facilitarían el refinanciamiento de deuda, si así fuere necesario (vía entrega de acciones garantía, apertura a bolsa, etc.).

Otra de las fortalezas que sustentan la clasificación lo otorga el prestigio del grupo controlador, correspondiente al grupo Matte, y que se ha constituido como uno de los grupos más relevantes del país, con inversiones en el sector forestal, energético y bancario, entre otros.

La compañía, además, como grupo cuenta con un amplio acceso a fuentes de financiamiento, tanto a nivel internacional como nacional, a través de deuda financiera, o bien la colocación de instrumentos de oferta pública (bonos y acciones), que le permiten diversificar su fondeo y reducir su exposición a un solo tipo de acreedor.

Aun cuando la generación de flujos es determinada por el precio de la celulosa y, por lo tanto, en el futuro una caída de este precio podría significar una reducción de los ingresos y EBITDA del *holding*, las holguras que presenta la compañía le permitirían sortear un escenario transitorio de bajos precios. De esta manera, caídas puntuales de los precios no afectarán necesariamente la clasificación de riesgo.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por los riesgos asociados a los productores de bienes *commodity* que periódicamente están sujetos a *shocks* en precios, tomando en cuenta que gran parte de los ingresos proviene del segmento forestal. En efecto, entre fines de 2016 y 2018 el precio de la celulosa de fibra larga fluctuó entre US\$809/ton y US\$1.230/ton, esto es, una variación de más de 50%. Sin embargo, aun cuando la generación de flujos es determinada por el precio de la celulosa y, por lo tanto, en el futuro una caída de este precio podría significar una reducción de los ingresos y EBITDA de la compañía, las holguras que presenta la compañía le permitirían sortear un escenario transitorio de bajos precios. De esta manera, caídas puntuales de los precios no afectarán necesariamente la clasificación de riesgo. Además, se debe tener en consideración que una baja en el segmento forestal, producto de una disminución de los precios de mercado de la celulosa, repercute en un alza de los flujos de los segmentos *tissue* y papeles, lo que compensa en cierta medida la caída de los ingresos.

Otro elemento que restringe la clasificación es que la actividad silvícola presenta diversos riesgos en su operación, entre los que destacan los riesgos ambientales, generados a partir de un mal manejo del recurso forestal que afecte el medio donde se insertan las plantaciones de bosques de la compañía. Estos riesgos, a su vez, pueden generar riesgos políticos, asociados a la oposición de las comunidades al desarrollo de estas actividades, o bien el surgimiento de reivindicaciones indígenas. Aun cuando no se pueden descartar del todo

esta oposición, cabe destacar que las diversas filiales de la compañía están certificados a través de CERTFOR-PEFC y FSC, para garantizar la protección del bosque nativo y la biodiversidad. Además, la compañía mantiene un programa de relacionamiento comunitario, que permite disminuir los riesgos asociados a eventuales rechazos por parte de las comunidades.

Asimismo, los bosques están sujetos a la ocurrencia de incendios, tanto por la intervención humana, como por origen espontáneo, y cuyo número tiende a ser relativamente estable durante el año. Sin embargo, la zona afectada puede variar significativamente de un año a otro, dadas las condiciones de humedad, temperatura y vientos registrados durante los períodos de incendio. Sin embargo, el efecto de este riesgo se ha morigerado por la mayor cooperación entre los diversos organismos encargados de atacar el fuego, con un uso más racional de recursos, y, finalmente, con la contratación de seguros.

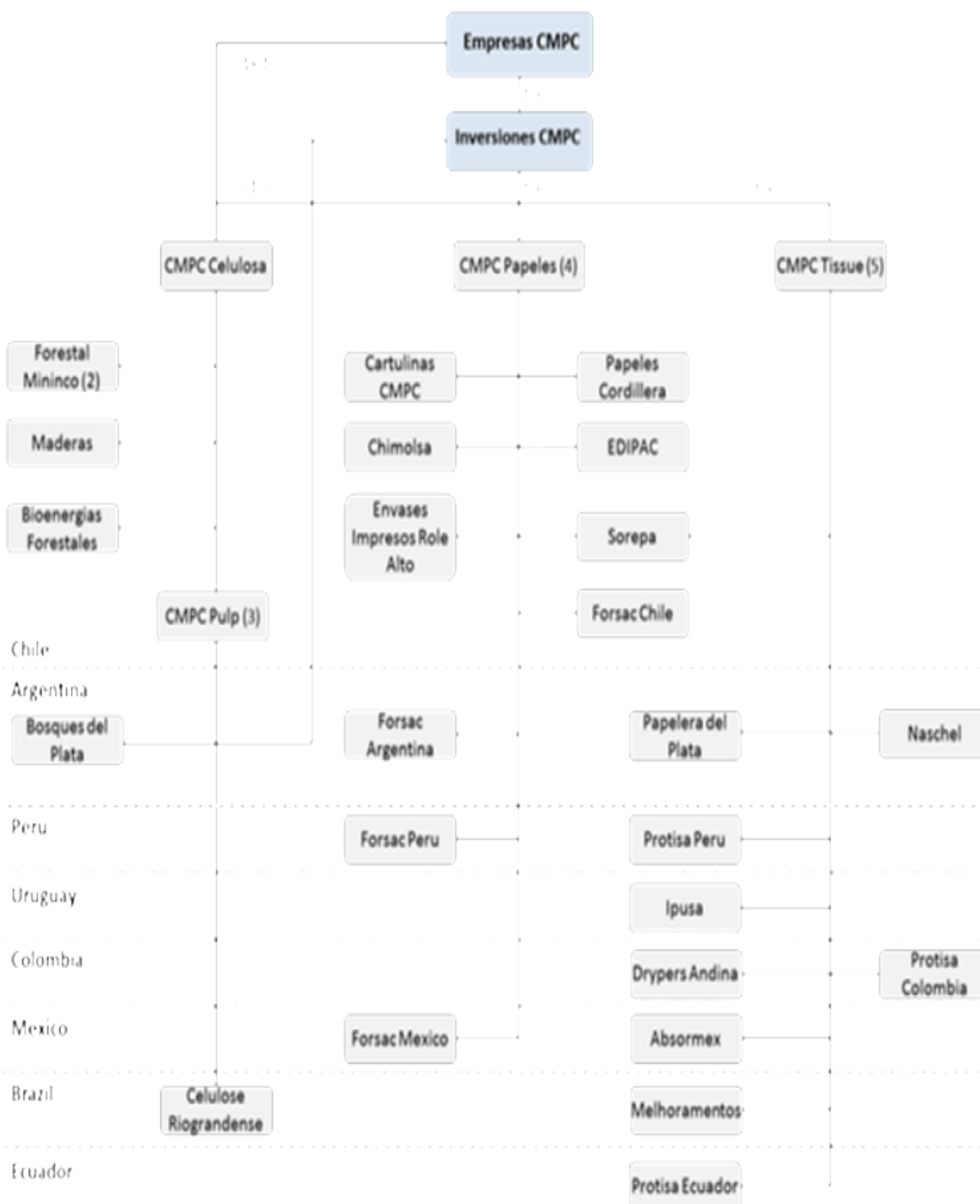
Finalmente, dada la operación de la compañía en diversos países, existe el riesgo de descalce de sus flujos denominados en dólares, tanto ingresos, costos y gastos; respecto de aquellos denominados en otras monedas. Asimismo, existiría riesgo de un eventual descalce entre los activos y pasivos del estado de situación financiera. No obstante, la compañía administra estos descalces a través, por ejemplo, de operaciones de cobertura mediante derivados (en el caso de las ventas a Europa de cartulinas y maderas), en tanto que las empresas dedicadas al negocio de *tissue*, dado que los ingresos son recibidos en moneda local, toma parte de su deuda en la misma denominación.

La tendencia de la clasificación se califica como "*Estable*" ya que en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

Para la mantención de la clasificación es importante que la empresa mantenga un adecuado perfil de vencimiento de la deuda (en relación con sus flujos) y elevados niveles de liquidez en el tiempo.

## Malla societaria

A continuación se presenta la estructura del conglomerado, apreciándose las tres áreas de negocios, y las empresas operativas y los diversos países en que éstas tienen actividad.



## Definición categorías de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

(Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas).

### Primera Clase Nivel 1

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la mejor combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Tendencia Estable

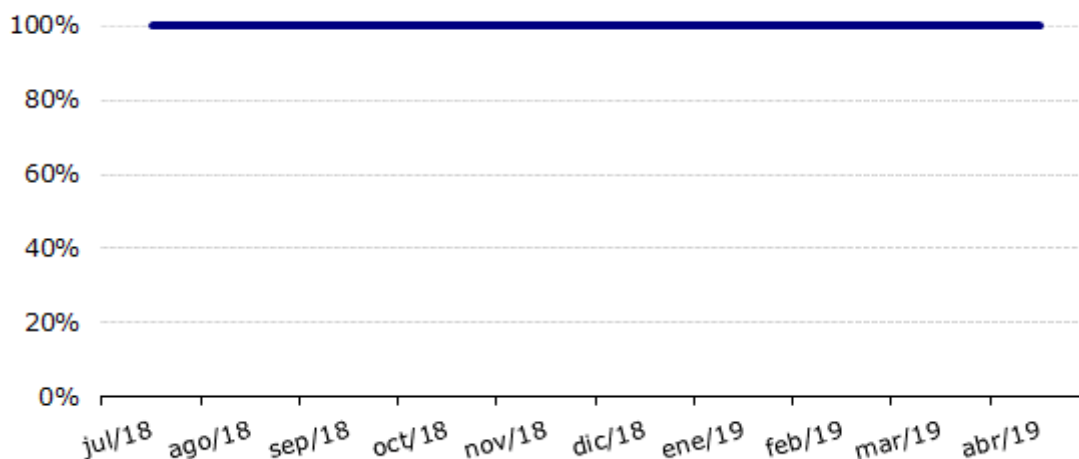
Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio.

Podemos ver la evolución de la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses, observando una presencia de 100%, lo que conlleva una clasificación "Primera clase Nivel 1" (ver Ilustración 1).

Ilustración 1  
**Presencia Promedio**  
(Porcentajes. Julio 2018-abril 2019)





## Indicadores financieros

| 1.- LIQUIDEZ   | dic-14 | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | mar-19 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liquidez (veces)                                       | 1,39   | 1,41   | 1,36   | 1,40   | 1,56   | 1,55   |
| Razón Circulante (Veces)                               | 2,75   | 2,95   | 2,47   | 2,32   | 2,28   | 2,33   |
| Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)              | 2,75   | 2,95   | 2,47   | 2,32   | 2,28   | 2,33   |
| Razón Ácida (veces)                                    | 1,94   | 1,95   | 1,62   | 1,48   | 1,51   | 1,53   |
| Rotación de Inventarios (veces)                        | 3,69   | 3,62   | 3,69   | 3,53   | 3,60   | 3,53   |
| Promedio Días de Inventarios (días)                    | 98,94  | 100,89 | 98,94  | 103,35 | 101,50 | 103,43 |
| Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)                 | 5,53   | 5,22   | 5,55   | 6,85   | 6,47   | 5,84   |
| Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)             | 66,02  | 69,94  | 65,81  | 53,32  | 56,43  | 62,48  |
| Rotación de Cuentas por Pagar (veces)                  | 5,36   | 5,10   | 5,43   | 4,66   | 4,88   | 4,96   |
| Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)              | 68,10  | 71,58  | 67,26  | 78,28  | 74,81  | 73,66  |
| Diferencia de Días (días)                              | 2,08   | 1,64   | 1,45   | 24,96  | 18,38  | 11,18  |
| Ciclo Económico (días)                                 | -96,86 | -99,25 | -97,49 | -78,39 | -83,12 | -92,25 |
| 2.- ENDEUDAMIENTO                                      | dic-14 | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | mar-19 |
| Endeudamiento (veces)                                  | 0,46   | 0,46   | 0,46   | 0,46   | 0,45   | 0,46   |
| Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)               | 0,85   | 0,86   | 0,86   | 0,85   | 0,82   | 0,84   |
| Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)               | 0,23   | 0,18   | 0,23   | 0,27   | 0,32   | 0,31   |
| Período Pago de Deuda Financiera (veces)               | 4,71   | 3,82   | 4,41   | 3,82   | 2,13   | 2,19   |
| EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)                  | 0,21   | 0,26   | 0,23   | 0,26   | 0,47   | 0,46   |
| Porción Relativa Bancos y Bonos (%)                    | 66,47% | 61,31% | 62,06% | 59,95% | 57,50% | 55,33% |
| Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)                    | 0,08%  | 0,13%  | 0,07%  | 0,03%  | 0,03%  | 0,08%  |
| Veces que se gana el Interés (veces)                   | 1,97   | 2,21   | -0,17  | 0,54   | 4,08   | 3,70   |
| 3.- RENTABILIDAD                                       | dic-14 | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | mar-19 |
| Margen Bruto (%)                                       | 20,88% | 21,39% | 17,68% | 19,91% | 28,59% | 27,90% |
| Margen Neto (%)  | 2,85%  | -0,14% | -0,37% | 1,99%  | 8,01%  | 6,67%  |
| Rotación del Activo (%)                                | 31,84% | 32,78% | 32,74% | 34,40% | 41,88% | 40,99% |
| Rentabilidad Total del Activo (%) *                    | 1,05%  | -0,05% | -0,13% | 0,71%  | 3,46%  | 2,82%  |
| Rentabilidad Total del Activo (%)                      | 0,91%  | -0,05% | -0,12% | 0,69%  | 3,36%  | 2,74%  |
| Inversión de Capital (%)                               | 95,17% | 99,93% | 99,62% | 97,99% | 93,35% | 95,66% |
| Ingresos por Capital de Trabajo (veces)                | 2,15   | 2,33   | 2,56   | 2,68   | 2,98   | 2,88   |
| Rentabilidad Operacional (%)                           | 3,05%  | 3,67%  | 1,71%  | 2,83%  | 9,03%  | 8,25%  |
| Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)                      | 1,68%  | -0,09% | -0,23% | 1,28%  | 6,15%  | 5,03%  |
| Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)    | 71,87% | 70,89% | 73,32% | 71,35% | 64,09% | 64,56% |
| Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%) | 79,12% | 78,61% | 82,32% | 80,09% | 71,41% | 72,10% |
| Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)               | 4,59%  | 4,29%  | 4,76%  | 4,89%  | 4,56%  | 4,87%  |
| ROCE (Return Over Capital Employed) (%)                | 4,21%  | 5,31%  | 2,31%  | 3,83%  | 12,67% | 11,54% |
| E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)                            | 20,39% | 22,70% | 19,93% | 20,97% | 28,95% | 28,13% |
| 4.- OTROS INDICADORES                                  | dic-14 | dic-15 | dic-16 | dic-17 | dic-18 | mar-19 |
| Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)          | 0,03%  | 0,03%  | 0,09%  | 0,01%  | 0,01%  | 0,01%  |
| Terrenos sobre Pasivos Totales (%)                     | 20,76% | 21,00% | 21,14% | 21,37% | 21,75% | 21,13% |
| Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)     | 0,00%  | 0,00%  | 0,00%  | 0,00%  | 0,00%  | 0,00%  |
| Capital sobre Patrimonio (%)                           | 17,72% | 18,34% | 18,23% | 17,98% | 17,63% | 17,61% |

Para mayores antecedentes, ver el informe de clasificación de riesgo de Inversiones CMPC S.A. en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl).

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*